



科学家谈管理科学重要方向

公司财务与金融

吴世农

厦门大学管理学院 厦门 361005

E-mail: snwu@xmu.edu.cn

DOI: 10.15978/j.cnki.1673-5668.201901006

公司财务是一门研究企业财务信息、财务决策与资本市场之间互动关系和基本规律的科学。具体地说,就是应用科学的方法,探讨和研究企业的财务信息和财务决策如何引发资本市场的反应,而资本市场的反应又如何影响公司的财务管理与决策,从而为企业财务管理与决策提供科学的依据,有效地保护投资者利益,并不断为股东和社会创造财富,推动企业稳定、持续、健康发展。

公司财务的研究源于1900年,迄今已有一百余年的历史。该领域在1950年代取得一系列重大突破。其中:MM的资本结构理论等先后在1958年和1960年荣获诺贝尔经济学奖;马科维茨的投资组合理论、权益资本的定价理论CAPM也在1960年荣获诺贝尔经济学奖;布莱克-舒尔茨期权定价模型使得莫顿和舒尔茨在1973年荣获诺贝尔经济学奖;尤金·法玛的有效市场理论和罗伯特·席勒的行为金融荣获2013年度诺贝尔经济学奖。2014年度诺贝尔经济学奖的获得者法国学者让·提雷尔,也曾是一个财务学家,并著有《公司财务理论》。

公司财务研究具复杂性和挑战性。从研究内容来看,公司财务涉及会计、金融和资本市场、经济学、法律和公司治理、行为科学、税制、信息传播等学科;从代理关系看,涉及股东、债权人、政府的利益;从决策角度看,涉及董事长、CEO和其他高管、股东和董事

会、银行和其他债权人等的行为。同时,财务信息、财务决策和资本市场表现往往受到政府宏观和行业政策变化的影响。这使得财务信息、财务决策与资本市场的互动关系和演化规律极其复杂、多变,具有多学科交叉、动态变化和制度依赖等特征。这里面蕴含着极其丰富、复杂和具有挑战性的科学问题。因此,我国学者必须从科学研究角度出发,综合运用经济学、行为科学、数学、信息科学、统计学的理论和方法,通过理论建模、实证研究、仿真模拟、案例分析等手段,深入探讨公司财务的理论、应用以及方法论等问题,一方面探讨公司财务一些普适性的理论与方法,另一方面揭示我国公司财务具有制度依赖特征的相互关系和演化规律。

该领域的国际研究热点如下。(1)公司财务领域的未解谜题依然吸引众多学者孜孜以求,包括:动态资本结构、股利政策、现金持有量、财务约束、融资弹性、财务危机、行为财务、并购等;就资本市场而言,股市泡沫、股价同步性、资产定价、资产组合、行为金融、基金管理等,仍需深入研究;(2)公司财务信息、财务决策与资本市场的互动关系依然是公司财务研究的难点与热点,包括:行为偏差、管理者特质、政治关联、社会关联、法律制度、股权结构、风险投资、分析师评价、公司治理模式等如何影响财务信息披露、公司财务决策和资本市场表现,以及更为复杂的相互关系



和演化规律等。总之，各式各样的信息不对称和各种类型的行为偏差，正在影响和改变经典公司财务理论和应用，并展现出一系列更为复杂和深奥的科学难题。

围绕上述问题，近5年，公司财务领域的国际研究热点主要集中在：（1）互联网时代公司的信息披露和传播方式及其财务行为与决策研究。主要聚焦在揭示移动互联网时代，公司的信息披露和传播方式如何影响资本市场的股票价格和债券价格以及资本市场上投资者的反映或股价与债价的变化又如何影响公司财务政策两方面机制，探索互联网时代“财务信息与决策披露—资本市场反映—财务政策调整”的相互关系及新媒体时代的新问题、新特征、新行为等。（2）互联网时代的信息传播与资本市场行为研究。主要聚焦在揭示互联时代的自媒体如何影响投资者行为和管理者行为，从而影响资产定价、交易行为和公司财务行为的新特征与新规律，还可为资本市场的宏观预警、制定更有效的监管政策和监管手段提供支持。（3）企业的商业模式、财务特征与财务政策选择。主要聚焦在揭示企业商业模式对财务政策和经营绩效的影响以及企业投融资行为与商业模式、竞争战略间的复杂关系。从理论上探讨和揭示企业的商业模式与财务政策选择之间的关系，以及商业模式的竞争优势如何影响公司的财务绩效，而财务绩效又如何推动企业商业模式变革，将兼具理论创新与商业实践价值。（4）高成长企业的公司治理与财务行为问题研究。主要是以网络经济环境下涌现出的大量高速成长的企业为对象，探讨和研究高成长企业的治理特征、影响因素、治理模式的形成机制、治理特征或治理模式与财务行为之间的关系及其经济后果等。（5）风险投资、公司财务与资本市场的相互关系研究。主要聚焦在探讨风险投资对创业企业成功上市的影响以及IPO折价率、IPO择机、IPO后股票长期表现等，风险投资入驻创业企业后对企业财务政策、科技创新、公司治理结构及其生产率的影响，揭示影响公司业绩的因素。（6）股利政策及其影响因素研究。主要聚焦在揭示“股利之谜”包括：对股利的消失与重现、股票回购在美国的兴起等股利现象揭示，以及股利迎合、股利生命周期等新理论

的探索。以中国为对象，研究在投资者法律保护不完善的转型经济大国中，股利政策对投资者利益的影响和如何进行有效的外部监管，也成为学界探讨的重要问题。

（7）动态资本结构及其特征和影响因素研究。主要聚焦在揭示资本结构动态调整的特征、规律和影响因素并探索更具广泛解释意义的理论框架以回答现有理论无法解释的“异象”：例如，特征基本类似的企业，为什么其资本结构可能差异很大？盈利能力越强的公司为何负债率越低？在基本面无大的变化情况下公司在不同时间点的资本结构为什么有很大的差异等。（8）资本市场行为与公司财务决策的交互影响研究。主要关注于通过公司决策行为发现价格信号并检验金融市场对实体经济运行的影响，包括：股价信息对公司投融资决策的影响，资本市场变化对公司兼并收购决策的影响，机构投资者对公司治理、CEO的更换及股利政策的影响等。（9）行为偏差与公司财务决策研究。主要是探索管理者和投资者在不确定状况下决策的非理性行为为基础，并由此解释公司层面的投资政策、兼并收购决策、融资政策、股利政策、盈余管理行为、公司名称的选择、高管薪酬等财务决策在多大程度和范围上受到非理性管理层的认知与行为的影响。（10）宏观经济政策与公司财务行为。主要聚焦于宏观经济政策（包括经济周期、财政政策、货币政策、信贷政策、汇率政策、经济管制政策、产业政策等）如何影响公司财务行为的研究，有关宏观经济政策对公司财务行为的影响机制研究已有重要进展。

（11）现金持有量及其影响因素与作用和现金管理的研究。因现金持有的理论和实证研究均充满争议，这个问题成为理论界的“现金持有之谜”。如何用科学的研究方法捕捉现金持有的特征和影响因素并揭示其与公司财务决策、价值等的关系，成为目前的研究焦点。

近年来，国内公司财务与金融学的研究取得了令人瞩目的进步与成果：（1）紧跟国际学术前沿，在多个方向取得创新性成果，发表在国际顶级期刊如*MS*、*JF*、*JFE*、*RFS*、*JFQA*、*AR*、*JAE*、*JAR*、*RAS*上，产生一定影响；（2）结合中国国情、特色与问题的研究引起国际主流学者的关注；（3）有一定影响的优秀中青年学



术带头人和研究团队形成; (4) 培养了一批具国际视野的博士生, 其在学界崭露头角或获得海外高校教职。

近些年来, 我国学者结合国情研究作出了重要的理论贡献: (1) 对国有企业混合所有制改革背景下企业财务政策选择的研究。我国学者以国企改革、所有权结构、激励机制为切入点, 研究了国有企业通过发行新股上市的这种私有化行为是否可以提高国企的盈利能力和效率; 利用股权分置改革这一中国特有的事件, 研究了市场摩擦的去除对效率提高的影响以及中国第二次私有化改革对国企的产出、利润、就业、经营效率以及公司治理的影响等(厦门大学、清华大学、上海财经大学等)。(2) 债券市场及公司财务行为的相关研究。以我国债券市场发展迅猛、债务种类和数量的增加、信用债的风险加剧为背景, 我国学者在债券市场的定价机制、债券市场定价对发债公司的财务行为的影响以及债务融资的约束问题等方面的研究取得了成果(清华大学、厦门大学、上海财经大学、北京大学等)。(3) 高管薪酬、公司绩效、公司治理相互关系的研究。我国学者结合中国实际, 质疑了基于代理理论的管理层薪酬解决方案, 发现所谓的业绩导向的合约也可能被CEO所操纵, 经理人可能会隐藏坏的消息来获得短期的期权激励(厦门大学、上海财经大学)。(4) 宏观经济政策与公司财务行为的探索取得进展。我国学者建立了宏观经济政策(包括经济周期、财政政策、货币政策、信贷政策、汇率政策、经济管制政策、产业政策等)影响公司财务决策行为的框架模型, 初步揭示了宏观经济政策影响企业行为和企业产出的机制和渠道(北京大学、南京大学、暨南大学、中山大学、中国人民大学等)。(5) 在行为金融、消费者金融等领域做出主要理论贡献。如恋家理论、资本市场投资者非理性行为等。上述研究成果发表在财务学的国际顶尖刊物上, 引起学界关注。

近年来, 公司财务的研究发展趋势呈现四大特征:

(1) 从理论研究和实证研究的角度看, 公司财务研究中仍存的一些理论谜题, 如股利政策之谜、资本结构之谜、现金持有之谜等, 需要学术界进一步的破解。

(2) 公司财务研究呈现多学科交叉趋势, 如公司治

理、行为偏差、互联网技术、战略管理、商业模式、人力资源(CEO特质)、宏观经济、金融创新、政治关联、社会资本、法律制度等影响, 引发了公司财务决策与财务行为发生深刻的变化, 需要学术界的深入研究。

(3) 公司财务研究从静态向动态发展, 引入时间因素, 需要方法论的创新研究以更深刻地揭示公司财务的一些新特征、新行为、新规律。(4) 公司财务研究呈现本土化与国际化相结合的特征, 如公司财务行为和财务决策对制度背景高度依赖, 国外一些研究结论在中国不一定成立, 因此, 需要基于国情, 探讨具有本土化特征和规律的公司财务理论。

我国学者在未来的研究中, 可以在如下方向做出贡献。

(1) 多学科交叉探索研究。包括: (i) 与信息科学、管理科学交叉, 探索互联/移动网环境下公司的信息披露和传播方式与财务决策互动关系、企业财务信息和财务决策披露对资本市场的影响; 互联网时代投资者行为、资产价格波动特征以及上市公司的信息监管政策; 企业商业模式的演化规律、特征及其影响因素; 企业商业模式的财务特征与财务评价; 企业商业模式与财务政策之间的关系等。(ii) 与经济学、行为科学交叉, 探索宏观经济因素对企业微观财务决策的影响以及微观行为对宏观经济政策制定的影响; 行为金融理论与方法创新; 投资者和管理者的行为偏差对公司财务决策和资本市场的影响等, 以发展行为金融学、行为财务学和宏观经济学的微观基础。

(2) 结合国情与中国特色的研究。包括: (i) 国有企业混合所有制改革背景下的财务政策选择研究、高成长企业公司治理和财务行为研究、行为治理理论与高管薪酬研究等, 以做出理论贡献; (ii) 动态资本结构及其影响因素特别是制度因素如何影响资本结构的动态调整的研究、股利政策及其影响因素研究、企业现金持有的理论与市政研究等, 以破解相关的理论之谜; (iii) 财务分析师及其作用的研究、政府限薪政策和高管薪酬结构与宏观中观和微观影响因素的关系研究等, 以满足相关管理实践的需求。